

中外证券市场收益之比较

——基于 MSCI 的经验数据

倪 明

摘 要: 综述了新兴资本市场与中国股市的收益特征,并选用 MSCI 全球证券指数数据进行了实证分析,结果发现:(1) 所有市场收益率分布均具有“有偏、尖峰、肥尾”的非正态特性,收益具有“长记忆性”自相关,但新兴市场表现更为明显;(2) 新兴市场“高风险高收益”明显;(3) 新兴市场的分割性特征明显,区域经济一体化而非全球经济一体化特征明显,美、日、欧洲和新兴国家多极发展的态势明显;(4) 美国股市表现为“右偏”而中国股市表现为“左偏”,可能与 MSCI 成分股选择标准和美国近期经济发展良好有关。

关键词: 新兴资本市场 中国股市 MSCI 价格指数

QFII 的引入,优质大盘股的海外上市及其近年来的加速回归(A 股),...,一系列的金融改革举措表明了中国金融市场特别是证券市场融入全球证券市场进程的加快。但是,有关中外证券市场收益特征的比较研究却相对较少,本文首先综述了新兴资本市场的收益特征研究文献,并与中国资本市场收益特征做出对照,最后选用 MSCI (Morgan Stanley Capital International) 中 G7 和 BRIC 四国的价格指数数据进行了实证检验。

一、新兴资本市场的收益特征

自上世纪 90 年代以来,随着新兴资本市场 1 自由化进程的推进,众多的美国资本进入这些新兴市场。在 1993 年底,学术界与实务界人士聚集在华盛顿召开了一次世界银行会议,提出要了解新兴资本市场,揭示新兴市场的若干“迷雾”,为投资新兴资本市场提供理论与实务支持。自此之后,对新兴资本市场金融的研究逐步深入展开 (Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, 2003)。总体而言,新兴资本市场的收益特征主要包括以下几个方面:

(一) 收益分布的非正态性

Geert Bekaert 和 Claude B. Erb (1998a) 等研究发现:新兴市场相对于成熟市场具有正偏度与较高的峰度,收益分布不规则性更强,正态性检验不成立。另外,与均值、方差一样,高阶矩也具有时变性特征。Geert Bekaert 和 Claude B. Erb (1998b) 等进一步讨论了新兴市场收益分布非正态性对投资决策的影响:设定峰度为常数的情况下,对具有正偏度的资产,其权重增大;设定偏度为正值且恒定的情况下,随着峰度增大,对应资产权重增大。Claude B. Erb 和 Campbell R. Harvey (1998) 等讨论了新兴市场收益非正态性对风险及风险管理的影响:运用标准风险管理工具,如 VaR 来度量投资风险时,若假设新兴市场收益呈现正态分布,则会低估风险,负收益具有

肥尾分布)。Arturo Bris 等 (2004) 则讨论了卖空限制对于市场收益分布特征的影响:运用全球 46 个证券市场的面板数据进行研究发现,卖空限制能有效减缓市场恐慌的严重程度,在限制卖空的市场,对应的市场收益偏度显著的不那么“左偏”,或偏度负值更小。

(二) “风险——收益”特征

Campbell R. Harvey (1995a) 研究了完全新兴资本市场的“风险-收益”特性:(1) 高风险/波动。其原因在于:国内投资者难以在全球范围内配置资产;新兴市场内的企业往往来源于较少的产业,或者说没有成立多层次全方位的资本市场;本土企业与本土经济发展关联紧密,往往导致本土企业收益同向波动。(2) 高收益。据国际金融公司 (IFC) 所得数据计算,新兴市场市值加权收益率在 1993 年将近 100%。高收益的原因在于:本土投资者不愿承担如此高的风险,本土企业为了融资会降低证券价格,给予投资者更高回报的同时增加了融资成本。

Geert Bekaert 和 Campbell R. Harvey (1997) 研究了新兴资本市场的波动率特征:(1) 波动率的决定因素。完全整合的市场,波动率由全球范围内因素决定;在被隔离的新兴市场,则主要由本土区域性因素决定。(2) 新兴市场波动性差异。越是开放的经济,波动性越低。(3) 资本市场自由化对波动性的影响。在多数经历自由化的国家,波动性降低。

Campbell R. Harvey 和 Siddique, A (1999) 讨论了波动率和偏度的时变特征:他们对 GARCH (1, 1) 模型进行了拓展,同时考虑具有时变性的条件二阶矩和三阶矩,并限定与收益对应的误差项服从非对称条件 t 分布,用极大似然法对所提出的模型参数进行估计。运用美国、德国、日本、智利、墨西哥、台湾和泰国股市指数收益数据实证检验表明:条件偏度显著存在,在纳入条件偏度后,条件波

动持续性有所减弱,非对称方差特性不复存在。

(三) 自相关性、收益可预测性和与全球市场的相关性

Campbell R. Harvey (1995a, 1995b) 研究了新兴资本市场收益的自相关性、收益的可预测性和与全球资本市场的相关性,研究发现:(1) 相对于成熟资本市场,新兴资本市场收益的序列自相关性很强,这也解释了收益的可预测性。(2) 考虑本土信息和全球信息对收益的预测性:相对于成熟证券市场而言,新兴市场更容易受本土信息而非全球信息的影响。对应解释为:新兴市场同世界资本市场之间具有分割性;新兴市场的风险暴露具有时变性,这主要与发展中国家的产业结构变迁有关,而且,这种风险暴露更易受到局部而非全球信息变量的影响。(3) 由于新兴资本市场和全球资本市场的隔离,这些新兴市场与发达国家证券市场之间具有很低的相关性。

由上述分析可见,对在全球范围内配置资产的投资者而言,新兴市场至少具有 3 点优势:较高的平均收益、与成熟资本市场的低相关性和收益的可预测性。Campbell R. Harvey (1993) 阐述了新兴资本市场特征对全球资产配置的意义:与成熟市场低相关性和新兴市场收益的可预测性,均有利于提升投资机会。

(四) 资本资产定价模型的适用性

相对于成熟资本市场而言,新兴市场的交易费用更高、即时信息不对称情况严重、监管不全...等现象普遍存在,所以这些问题都使全球 CAPM 的前提难以得到保证。但相对而言,最大的问题还在于:全球 CAPM 要求完美资本市场 (perfect capital markets),要求全球资本市场整合。相对于成熟资本市场而言,新兴市场不满足全球 CAPM 的前提条件。

Campbell R. Harvey (1995c) 运用多因素模型来考察新兴资本市场的风险暴露 (risk exposure),这些因素包括:全球

证券市场收益、外汇指数收益、石油价格变化、全球工业产值增长率和全球通胀率。实证研究表明:与这些风险对应的beta系数很低,表明新兴市场没有和全球经济很好的整合;但随着时间推移,很多国家加快了整合的步伐。Geert Bekaert, Claude B. Erb (1997) 选取全球所有国家指数收益 (World- AC index) 为市场收益,对有一定整合程度的新兴国家, CAPM 检验表明“高beta低收益”,高beta表明该新兴市场与成熟市场相关度高,从而相对于“隔离”新兴市场具有较低的收益。Claude B. Erb, Campbell R. Harvey (1996) 对解释截面收益与波动的系列风险因素进行了分析,这些因素包括政治、经济、金融等方面的风险。

Campbell R. Harvey (2001) 研究了全球CAPM在新兴市场的适用性:新兴国家往往不是完全被全球资本市场“隔离”,随着新兴资本市场整合进程,混合CAPM也许会更合适。Campbell R. Harvey (2001) 还讨论了考虑偏度的资产定价模型:(1)在完全隔离的市场,本国的方差和偏度被定价,在完全整合的市场,协方差和协偏度将被定价;(2)若协偏度为负,意味着该资产将对组合贡献负偏度,为了让投资者购买这种“不受欢迎”的资产,势必降价(提高收益);(3)在整合进程中,本土的方差和偏度、与全球市场的协方差和协偏度都会被定价。

另外,鉴于新兴资本市场收益的严重非正态性, Campbell R. Harvey, Siddique (2000) 和 Dittmar (2002) 分别考虑了偏度和峰度对资产定价的影响,即分别利用二次和三次随机贴现因子(SDF),得出了对应的定价模型,包含了偏度和峰度的影响。

(五) 金融自由化的影响

Campbell R. Harvey (2001) 讨论了新兴资本市场金融自由化带来的整合效果:(1)由于低相关度和高收益,国外资金流入,抬高证券价格的同时降低了证券收益和上市公司的融资成本,进一步促进了新兴市场经济的繁荣(GDP上升)和资产证券化进程(更多公司上市)。(2)波动不定:交易更加活跃,分析者更多增强了新兴市场信息有效性,对信息反应加快也会增加波动;在国家经济/金融/政治不稳定的时候,“热钱”撤离导致波动加大;本土企业为了凸现相对竞争优势而实现专业化而非多元化会增加波动;另一方面,由于和全球经济整合,因而不受本土经济波动影响,从而减少波动。(3)由于企业在全球范围内开展业务,导致和全球市场相关度增加。

Geert Bekaert 和 Campbell R. Har-

vey (1998, 2000) 基于 1977~1996 年间美国证券资本流向 17 个新兴市场的数据分析,揭示了美国资本流向新兴市场与关键金融、宏观经济变量之间的关系:随着资本流入,新兴市场的平均收益、(国家)风险、与全球市场的相关性都降低;资本流入增加伴随人均GDP增加,资产证券化加快、长期的国家外债减少、更低的通胀率、更低的外汇风险等等。

Geert Bekaert (2001) 等考察了金融自由化与真实经济增长(real economic growth)之间的关系,采用时间序列截面数据分析(即面板数据),所得结果表明:金融自由化伴随着年均约1%的真实经济增长,且随着教育水平的提高,这种效果更加明显。稳健性检验表明:通过控制一系列的宏观经济与金融指标,所得结果依然成立。

二、中国股市的收益特征

截至 2006 年底,中国资本市场取得了巨大的成就,多项指标位居史上之最佳(胡汝银, 2007):(1)沪综指年末报收 2675 点,较 2005 年上涨 1.3 倍;(2)沪深两市市值由 2005 年的 3.2 万亿上涨到 2006 年末的 8.9 万亿;(3)沪深两市集资总额 2204 亿,较 2000 年(史上最高年份)的 1540 亿增加了 43%;(4)沪深两市股票成交金额 9.05 亿元。其他的成就还包括:股权分置改革接近尾声;《公司法》、《证券法》、《刑法》的修订生效为股市制度性建设奠定了基础;股指期货即将推出;中国银行、中国工商银行等超级蓝筹股的上市发行等等。

然而,据 Dow Jones 指数公司的早期研究表明(Sheldon Gao, 2002),我国股市仍然具有典型的新兴市场特征:(1)收益:1994~2001 年, Dow Jones 中国指数(DJCI)较全球许多知名指数收益更高,但这一超常收益归功于某些特定板块、特定的交易日和特定的年份;(2)波动:1994~2001 年,相较于 Dow Jones 工业平均指数(DJIA)而言, Dow Jones 中国指数平均波动更大(51.10% VS. 15.80%),且熊市更为频繁但持续期更短;(3)与全球股市相关度:由于政府金融管制,中国股市相对“绝缘”,与其他市场相关度很低;(4)高换手率:中国股市具有极高的换手率,1994~2001 年,平均持有期只有约 2 个月,这一数字显示了市场的极度投机性;(5)高市盈率:相对于 P/B 比率而言, P/E 比率即市盈率偏高,表明市场被高估;(6)股票结构:大量中小盘股存在,且小盘股收益好于蓝筹股(与成熟资本市场相反);(7)产业结构特征:中国股市工业类股票居多,按照 Dow Jones 全球分类标准(DJGCS),截

至 2002 年 1 月 31 日, Dow Jones 中国指数股中,有 24.2% 的工业股票,而 Dow Jones 世界指数股中,这一数字只有 11.2%。这与中国产业结构一致(“世界工厂”),但不利于分散投资组合风险。

三、基于 MSCI 数据的实证检验

(一) MSCI 指数数据简介

MSCI Barra 是业界领先的基准指数提供商和风险管理分析服务提供商,其开发并管理的指数包括股票指数、固定收益指数、多资产类型指数、REIT 指数和对冲基金指数,在全球范围内预计有 3 万亿美元以这些指数为基准。30 余年以来, MSCI Barra 提供的股票指数成为全球约 3000 多个机构投资者的投资基准,其行业分类以 MSCI 和 S&P 构建的全球产业分类标准(GICS: Global Industry Classification Standard)为基准。

MSCI 股票指数的构造规则主要包括:(1)广泛而公正的市场代表性。为捕捉市场结构与其他市场特征,基于全球行业分类标准(GICS),采用自下而上的方式,以代表 85% 行业组流通市值为目的选择成分股。(2)可投资性与可复制性。考虑对国际机构投资者的限制,以自由流通调整市值为权重,选择具有合理规模和流动性的成分股构建指数。(3)方法的一致性、连续性与指数成分股的动态调整。一致性表现在指数构建方法在不同地区市场之间相似;连续性则表现为指数构建方法在时间维度上的延续性;另外,为反映市场演变的即时状况,成分股实行季度审议。

MSCI 中国股票指数是继“MSCI 美国股票指数”后 MSCI 推出的第二个国内指数, MSCI 中国股票指数系列旨在体现中国股票投资者当前以及未来潜在的需求,该系列中国股票指数同时也为获得 QFII 资格以及意欲投资中国 A 股以外中国股票的投资机构提供合适的投资标的。MSCI 中国股票指数系列分类包括: MSCI 中国 A 股指数、MSCI 中国 A 股相对价值及成长型股票指数系列、MSCI 中国 A 股绝对价值及绝对成长型股票指数系列、MSCI 中国境外股票指数系列和 MSCI 中国综合股票指数系列等 5 大类。

(二) 样本选择

由于中国股市与国际资本市场的长期分割,有关中国股市与国际资本市场的关系检验较少,接下来有关中外证券市场收益分布特征的实证检验旨在:(1)运用最新数据检验上述新兴资本市场收益分布特征,特别是收益分布的不规则特性是否存在;(2)比较中国股市与国外股市的分布特性。

样本选择: 成熟资本市场选取 G7, 即美国、英国、法国、德国、意大利、加拿大和日本的股票市场; 新兴资本市场选取 BRIC, 即“金砖四国”——巴西、俄罗斯、印度和中国的股票市场。所选数据源自 MSCI 网站的国际资本市场价格指数数据 (以美元计价), 样本区间从 2003 年 1 月 1 日 ~ 2006 年 12 月 31 日, 共计 1043 个样本点。通过: 计算得到相应的日收益率。选用 EViews 来处理数据。

(三) 实证检验结果

上述 11 个国家股市日收益率的描述性统计如下表 1 所示:

由下表 1 可知: (1) 就收益均值和标准差而言, BRIC 四国均高于 G7 成员国, 这表明相对于成熟资本市场而言, “高风险高收益”的分布特征在新兴市场依然存在; (2) 就偏度 (绝对值) 和峰度而言, BRIC 四国也高于 G7 成员国, JB 统计量表明收益分布的非正态性在 11 个市场都很明显, 而 BRIC 四国表现尤甚; (3) Box-Pierce Q 统计量表明, 各市场收益都存在自相关, 且这种自相关具有长记忆性, 就整体而言, 这种特性在 BRIC 四国表现更为明显; (4) 除了美国市场偏度为正, 其余市场的偏度均为负值。

上述结论 1) - (3) 与已有文献研究结论一致, 但结论 4) 则与现有文献相左 (已有文献表明中国股市和美国股市分别为右偏和左偏)。中国股市收益偏度为负

值的可能原因: MSCI 中国股市指数选取的样本为具有高流动性和高市值的“优质”大盘股——以 MSCI 中国 A 股指数为例, 成分股占 A 股总量不及 1/10, 但囊括了 65% 以上的流通市值; 而且, 其中多支成分股具有海外、内地同时上市的特征; 由此可见, MSCI 中国指数具有“成熟”资本市场的特征, 且与全球资本市场的相关度更高, 从而其日收益具有负偏度。美国股市收益偏度为正的原因则可能与样本区间内美国经济与股市表现良好有关。

这 11 个国家资本市场日收益的相关度见下表 2:

由表 2 可知: (1) 整体而言, BRIC 四国与 G7 的相关度更低, BRIC 各国之间的相关度也较低, 这一结论与文献研究一致, 表明了新兴资本市场的分割特征; (2) 相对于 BRIC 四国中的其他 3 国而言, 巴西与 G7 成员国的相关度更高, 表明巴西经济与发达国家的高相关性; (3) 中国股市与印度和日本的相关度相对较高, 可能原因: 中国与印度产业结构的相似性, 中国与日本的地域相近从而经济相关性更高; (4) 英国、法国、德国的意大利股市的高度相关性, 与欧洲经济一体化的现实相符; (5) 日本与其他国家证券市场的低相关性, 可能原因: 从地域上来看, 日本与欧洲和北美相隔离; 从经济结构上讲, 日本与新兴市场有别; (6) 美国市场与其他国家证券市场的低相关性,

但与加拿大和巴西相关度相对较高, 这与区域经济一体化一致。

总的来说, 证券市场相关度表明了经济相关性的, 从实证检验结果来看, 世界经济具有区域一体化特征, 而“全球一体化”的特征并不明显, 美国、日本、欧洲和新兴国家多极化发展的态势较为明显。

上述 11 国证券市场日收益的非正态性可直观的用 QQ 图表示如下:

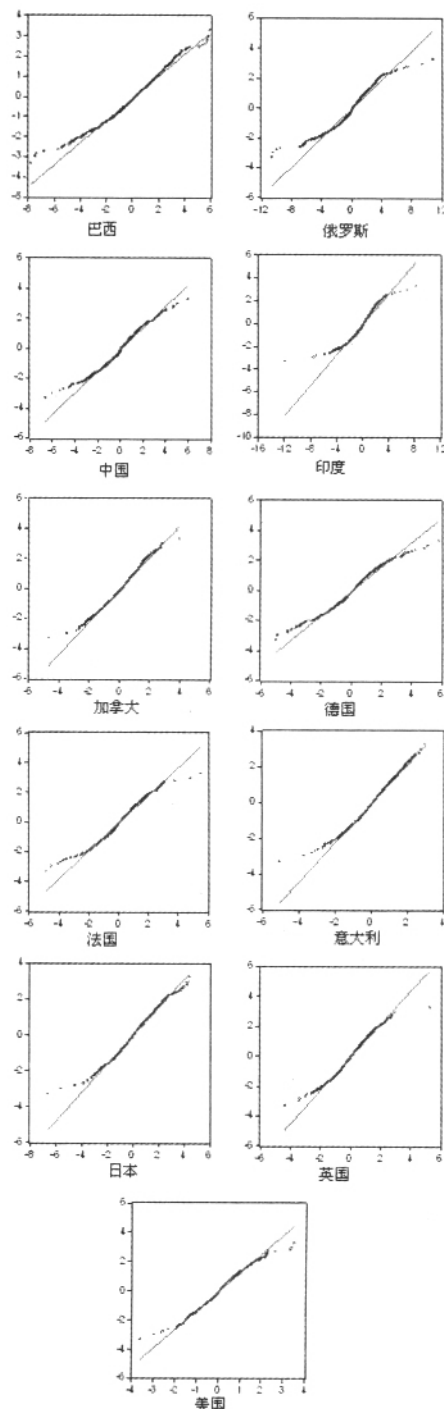


图 1 各国日收益分布的 QQ 图 (相对于正态)

表 1 新兴资本市场与成熟资本市场日收益的描述性统计

国家	均值	中位数	极大值	极小值	标准差	偏度	峰度	JB 统计量	Q(5)	Q(10)	Q(15)
巴西	0.165	0.253	5.888	-7.783	1.805	-0.479	4.283	111.412	26.698	38.956	40.739
俄罗斯	0.147	0.220	10.813	-10.618	1.982	-0.617	7.556	968.123	11.848	15.601	20.413
印度	0.135	0.236	8.263	-11.951	1.439	-0.894	10.945	2882.425	26.897	49.370	53.655
中国	0.126	0.099	6.010	-6.616	1.368	-0.301	5.234	232.622	15.332	19.520	24.654
加拿大	0.095	0.143	3.938	-4.673	0.925	-0.336	3.959	59.612	10.393	11.889	17.380
德国	0.092	0.138	5.791	-4.999	1.209	-0.144	5.170	208.255	11.720	22.493	36.043
法国	0.079	0.096	5.463	-4.862	1.051	-0.211	5.413	260.740	5.022	19.788	25.318
意大利	0.075	0.100	2.977	-5.081	0.903	-0.442	4.621	148.143	9.559	14.441	17.947
日本	0.067	0.075	4.366	-6.608	1.244	-0.226	4.610	121.508	3.533	12.929	17.614
英国	0.063	0.062	5.256	-4.364	0.888	-0.092	5.316	234.649	15.057	25.674	29.604
美国	0.046	0.059	3.481	-3.603	0.773	0.081	4.678	123.479	10.204	18.826	26.923

注: Q) 为 Box-Pierce 提出的 Q 统计量, 用于描述时间序列数据的自相关性。

表 2 不同资本市场日收益的相关性

国家	巴西	俄罗斯	印度	中国	加拿大	德国	法国	意大利	日本	英国	美国
巴西	1.0000	0.3066	0.238	0.3052	0.4786	0.4286	0.4467	0.4181	0.2658	0.4216	0.4669
俄罗斯		1.0000	0.241	0.2233	0.2537	0.2583	0.3044	0.2576	0.1908	0.303	0.1422
印度			1.0000	0.4185	0.1892	0.2321	0.2772	0.2265	0.3054	0.2639	0.0844
中国				1.0000	0.2186	0.2603	0.2783	0.2239	0.4299	0.2635	0.1086
加拿大					1.0000	0.4457	0.4671	0.4798	0.2409	0.4624	0.4801
德国						1.0000	0.8796	0.8158	0.2617	0.748	0.5524
法国							1.0000	0.8747	0.2945	0.8323	0.4631
意大利								1.0000	0.2573	0.7762	0.4129
日本									1.0000	0.2755	0.0854
英国										1.0000	0.3832
美国											1.0000

论我国货币政策调控与股票市场的发展

卢艳茹 金纪玲

摘要: 随着资本市场,尤其是股票市场的迅猛发展,股票价格的变动对物价、就业、国际收支乃至国民经济发展的影响越来越大。并从货币需求稳定性、货币政策最终目标、调控方式等方面对货币政策产生影响。要利用利率等货币政策工具对股票市场进行调控,使其在正常范围内波动,协助其他调控目标的实现,最终实现宏观经济目标。

关键词: 货币政策 股票市场 调控 发展

股票市场的情况既反映了潜在的经济情况,也反映了政府的经济政策行为。一方面,股票市场基本上与经济周期同步;另一方面,股市的起落与通货膨胀率及政府的货币政策调控之间,也存在紧密的联系。当生产率提高较快时,经济增长迅速,通胀率较低,股市也逐渐走向繁荣。但经济增长的潜力逐渐消退后,通胀率就会上升。一旦通胀率上升,政府往往会紧缩货币政策,从而使真实利率上升,货币供应量下降;随后,股市会陷入低落,真实股价大幅下跌,甚至彻底崩盘,经济也随之放缓。因此,股票价格是否应作为一般价格水平的构成要素而加入到

货币政策调控目标之中或作为货币政策的独立调控目标,已成为当前经济学家和中央银行家们争论的焦点。

一、股票市场发展对我国货币政策的影响

股票价格作为最重要的金融资产价格,不仅是经济运行健康与否的指示器,而且有力地调节着整个经济运行状况,而且对整个经济的稳定与安全起着至关重要的作用。股票价格影响着包括商品劳务价格在内的一般价格水平、投资和储蓄等宏观经济变量;通过股市的繁荣与衰败直接或间接地影响着整个社会的就业状况;在金融市场全球化的趋势下,

通过各种传播途径影响着一国的利率、汇率、对外贸易及资金的流动,从而对一国国际收支状况产生着重要的影响。

(一) 股票市场的发展对货币需求稳定性的影响

在利率较高时,人们预期利率将要下降,债券价格将要上升,因此人们减少货币持有,增加债券拥有,反之则增加货币持有,减少债券持有。随着各国经济的发展,金融抑制的解除和金融自由化的深入,金融资产规模越来越大,金融资产的规模也越来越大。金融资产交易导致的货币需求越来越显著,传统的不考虑资产交易因素的情况越来越不能解

四、结论

本文首先综述了新兴资本市场的收益特征,并进一步对中国股市收益特征进行了比较与说明,选用MSCI全球证券指数对G7和BRIC的股市日收益率数据进行了分析,发现:(1)所有市场收益率分布均具有“有偏、尖峰、肥尾”的非正态特性,收益具有“长记忆性”自相关,但新兴市场表现更为明显;(2)新兴市场“高风险高收益”明显;(3)新兴市场的分割性特征明显,区域经济一体化而非全球经济一体化特征明显,美、日、欧洲和新兴国家多极发展的态势明显;(4)美国股市表现为“右偏”而中国股市表现为“左偏”,可能与MSCI成分股选择标准和美国近期经济发展良好有关。

参考文献:

- [1] Geert Bekaert, Campbell R. Harvey. Emerging markets finance [J]. Journal of Empirical Finance, 2003, 10, 3-55.
- [2] Geert Bekaert, Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. The Behavior of Emerging Market Returns in the Future of Emerging Market Capital Flows [M], Edited by Richard Levich. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1998a, 107-173.
- [3] Geert Bekaert, Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. Distributional Characteristics of Emerging Market Returns and Asset Allocation [J]. The Journal of Portfolio Management, 1998b, Winter, 102-116.
- [4] Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. Risk in Emerging Markets [J]. The Financial Survey, 1998, July/August, 42-46.
- [5] Arturo Bris, William N. Goetzmann and Ning Zhu. Efficiency and Bear: Short Sales and Markets around the World [Z]. SSRN working paper, id357800, 2004, 9.
- [6] Campbell R. Harvey. The Cross Section of Volatility and Autocorrelation in Emerging Markets [J]. Finanzmarkt und Portfolio Management, 1995a, 9, 12-34.
- [7] Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Emerging equity market volatility [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 43, 29-77.
- [8] Harvey, C. R., & Siddique, A. (1999). Autoregressive conditional skewness. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 34, 465-487.
- [9] Harvey, Campbell R. Predictable Risk and Returns in Emerging Markets [J]. Review of Financial Studies, 1995b, vol. 8, 3, 773-816.
- [10] Campbell R. Harvey. Portfolio Enhancement Using Emerging Markets and Conditioning Information, in Portfolio Investment in Developing Countries [M], Edited by Stijn Claessens, Sudarshan Gopputu. Washington: The World Bank Discussion Series, 1993, 110-144.
- [11] Campbell R. Harvey. The Risk Exposure of Emerging Equity Markets [J]. The World Bank Economic Review, 1995c, 9, 1, 19-50.
- [12] Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk [J]. Financial Analysts Journal, 1996, 52 (6), 28-46.
- [13] Geert Bekaert, Claude B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas E. Viskanta. The Cross Sectional Determinants of Emerging Equity Market Returns in Quantitative Investing of the Global Markets Strategies, Tactics, and Advanced Analytical Techniques [M], Edited by Peter Carman. Chicago: Glenlake Publishing, 1997, 221-272.
- [14] Campbell R. Harvey. Asset Pricing: Emerging Markets in International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences [M], Edited by Orley Ashenfelter. Elsevier Science Limited, 2001, 840-845.
- [15] Campbell R. Harvey and Akhtar Siddique. Conditional Skewness in Asset Pricing Tests [J]. The Journal of Finance, 2000, 3, 1263-1295.
- [16] Robert F. Dittmar. Nonlinear Pricing Kernels, Kurtosis Preference, and Evidence from the Cross Section of Equity Returns [J]. The Journal of Finance, 2002, 1, 369-403.
- [17] Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Foreign Speculators and Emerging Equity Markets [J]. Journal of Finance, 2000, 55(4): 565-613.
- [18] Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns [Z]. NBER working paper, No. 6669, 1998.
- [19] Geert Bekaert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad. Emerging equity markets and economic development [J]. Journal of Development Economics, 2001, 66, 465-504.
- [20] 胡汝银. 中国资本市场的变革之路 [J]. 上海金融, 2007, 1, 4-11.

(作者单位: 厦门大学经济学院金融系)